

## Immobilien-Spezialfonds

# Deutsche Immobilien-Spezialfonds – die Antwort auf die ewige Suche nach Core-Investments?

Der Core-Begriff wird nicht zuletzt durch die Definition des europäischen Immobilienfondsverbands INREV heiß diskutiert, doch allein durch akademische Debatten lässt sich das Sicherheitsbedürfnis vieler Anleger nicht befriedigen. Der Blick auf die Rendite-Risiko-Relation zeigt, welche Immobilienvehikel sich am besten dafür eignen. Eine Antwort könnte nach Ansicht des Autors der deutsche Immobilien-Spezialfonds sein: Anders als beispielsweise Immobilien-AGs oder unregulierte Immobilienfonds überzeugt er durch geringe Volatilität und stabile Performance. Der Autor sieht ihn sogar als Vorbild für ausländische Vehikel und unregulierte Immobilienfonds. Um dem Druck auf den Core-Märkten auszuweichen empfiehlt er, Anlagemöglichkeiten abseits der ausgetretenen Pfade zu suchen wie beispielsweise Logistik-, Sozial- oder Wohnimmobilien. (Red.)

Verfolgt man die jüngsten Diskussionen über Immobilieninvestments, wird schnell deutlich, dass das Thema „core versus opportunistisch“ auch im vierten Jahr nach der Immobilienkrise aktuell ist. Angeheizt wurde die Diskussion zuletzt durch die verfeinerte Abgrenzung der Investment-Stile durch den europäischen Immobilienfondsverband INREV. Die im März 2011 vorgestellte Definition von Core-Investments wurde nicht von allen Investoren der unregulierten Vehikel begrüßt. Deshalb bezieht der Definitionsrelaunch 2012 neben der Orientierung am Fremdkapitalanteil (LTV) – dem bis dato wichtigsten Kriterium für die Risikoneigung – jetzt weitere Parameter in die Klassifikation ein.

### Zu wenig Angebot

Unabhängig von der Validität dieser Klassifikation ist am realen Marktgeschehen abzulesen, dass in den vergangenen beiden Jahren wieder Vertrauen in die Entwicklung der Immobilienmärkte ge-

setzt wurde: Das Transaktionsvolumen stieg deutlich. Wahrscheinlich wären sogar noch mehr Transaktionen zustande gekommen, wenn das Angebot an Core-Immobilien größer gewesen wäre. Und dies ist sicher auch der Grund für die rückläufigen Umsätze des ersten Halbjahres 2012.

Von dieser Delle am kurzen Ende einmal abgesehen, scheinen europäische und asiatische Investoren diesem Trend 2012/2013 weiter folgen zu wollen. Überhaupt hat sich die Grundhaltung der europäischen Investoren in den vergangenen Jahren nicht wesentlich geändert. Nach den jährlich durchgeführten Umfragen von ULI/PWC bewegt sich der geplante Anteil an Core-Investments bei etwa 30 Prozent. Folgerichtig erfreut sich ein Investmentvehikel steigenden Zuspruchs, das dank niedriger Volatilität insbesondere sicherheitsorientierte Anleger anspricht: der Spezialfonds, aufgelegt und reguliert nach dem deutschen Investmentgesetz.

Ursprünglich als Nischenprodukt für deutsche institutionelle Anleger konzipiert hat er – im Gegensatz zum weitaus bekannteren und gewichtigeren Offenen Immobilien-Publikumsfonds – stetig an Bedeutung und Kapital gewonnen. Gleichwohl: Im Fokus ausländischer Kapitalanleger stand der deutsche Spezialfonds nie. REITs, unregulierte Vehikel, Fonds nach Luxemburger Recht oder Immobilienaktien waren aus ihrer Sicht in vielerlei Hinsicht attraktiver – sei es aus steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Gründen oder wegen der Möglichkeit, eine hohe Fremdkapitalquote als Renditehebel einzusetzen.

Doch infolge der Diskussion über langfristig stabile Investments und der Forderung nach mehr Transparenz, Risiko- sowie Liquiditätsmanagement ist zu erwarten, dass Spezialfonds nach deutschem Investmentrecht künftig mehr ausländisches Eigenkapital anziehen werden. Alternativ ist denkbar, dass viele ihrer stabilitätsschaffenden Merkmale auch in ausländischen Vehikeln Einzug halten. Für diese Entwicklung spricht auch die unentwegte Diskussion um konsequentes Deleveraging, unter anderem aufgrund der strengeren Auflagen für die Banken. Die Spezialfonds können in diesem Zusammenhang punkten, denn das Investmentgesetz erlaubt für sie eine maximale Fremdkapitalquote von 50 Prozent. Mit der Umsetzung von Basel III, spätestens aber in der nächsten Zinserhöhungsrunde, dürfte sich der Trend zu Vehikeln mit geringerem Fremdkapitaleinsatz weiter zuspitzen.

### Alternative Immobilien-Assetklassen

Ein Vergleich der Total Returns unterschiedlicher Anlageklassen des Immobiliensegments gibt Aufschluss darüber, welche Vehikel das gestiegene Sicherheitsbedürfnis am besten befriedigen. Es zeigt sich, dass die Anlageklasse der Immobilien-AGs nach expansiven Marktphasen regelmäßig abgestraft werden. Keine andere Anlageform ist derart volatil. Zwar hatten sich die Immobilien-AGs bis 2006 in ihrer Kursentwicklung nahezu vollständig vom Aktienmarkt im positiven Sinn abgekoppelt. In diesen Jahren war vermutlich die sehr gute Immobilienmarktconjunktur bestimmend für ihre Performance. Doch mit der Finanzkrise 2008 geriet der EPRA Index als Indikator für europäische Immobilien-Aktien in den Sog des negativen Börsentrends. Seitdem folgt seine Performance dem Aktientrend und setzt sich anscheinend von den fundamentalen Bewegungen am Immobilienmarkt weitgehend ab.

Wesentlich ruhiger, aber dennoch mit vergleichsweise hoher Volatilität entwickelten sich unregulierte Investmentfonds

#### Der Autor

Martin Lemke

Geschäftsführer, Patrizia Gewerbe-Invest KAG, Hamburg



(INREV-Index) und europäische Direktanlagen (IPD EU-Index).

Deutlich spiegeln die unregulierten Fonds (INREV Continental Europe) in ihrer Performance (Total Return) die Marktzyklen wider: Nach den Boomjahren 2003 bis 2007 mit hohen Total Returns folgte 2008/2009 ein starker Abstieg. In beiden Marktphasen wurde die Performance wesentlich von Kapitalwertveränderungen geprägt. Im Vergleich dazu lagen die deutschen Spezialfonds mit ihrer Gesamtrendite zwar regelmäßig unter denen der unregulierten Vehikel, konnten aber selbst in schlechten Jahren Verluste vermeiden. Die Produkte der Patrizia Gewerbe-Invest KAG, die in diesem Segment sechs themenzentrierte Poolfonds (Bausteinfonds) anbietet, erzielten wiederum stets einen höheren Total Return als der Durchschnitt der Spezialfonds. Gleichzeitig gelang es ihnen fortlaufend, unter der durchschnittlichen Volatilität der Peergroup von zwei Prozent zu bleiben.

Gerade bei der Rendite-Risiko-Relation zeigt sich also die hervorragende Performance von Spezialfonds. Lediglich der Index IPD Europa, der die Performance aller direkten Immobilieninvestments in Europa repräsentiert, liefert eine ähnlich gute Risiko-Rendite-Relation. Die unregulierten Investmentfonds (INREV-Index) und die Immobilien-AGs (EPRA-Index) sind hingegen weit abgeschlagen.

Neben den strengen Auflagen, denen Spezialfonds unterliegen, mag die Abweichung in der Performance aber auch dem Blick auf den Markt geschuldet sein. Nicht nur ein geringer Verschuldungsgrad, sondern auch die Ausgewogenheit des Portfolios sollten zentrale Eigenschaften eines Core-Portfolios sein. Oft wird nicht beachtet, dass mit der Fokussierung auf Core-Immobilien nicht zwangsläufig eine Core-Investmentstrategie umgesetzt wird. Vielmehr ist auf die Zusammensetzung des Portfolios zu achten, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

### Über den Tellerrand

Der Grund: Häufig verlaufen die Marktzyklen der Core-Märkte parallel. Wir beobachten, dass professionelle Investoren sich seit geraumer Zeit auf Core-Investments stürzen – mit der Folge, dass ein eklatantes Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage besteht. Die logische Konsequenz: Die Renditen sinken – und das oft auf ein Niveau, das

Abbildung 1: Jahresrenditen (Angaben in Prozent)

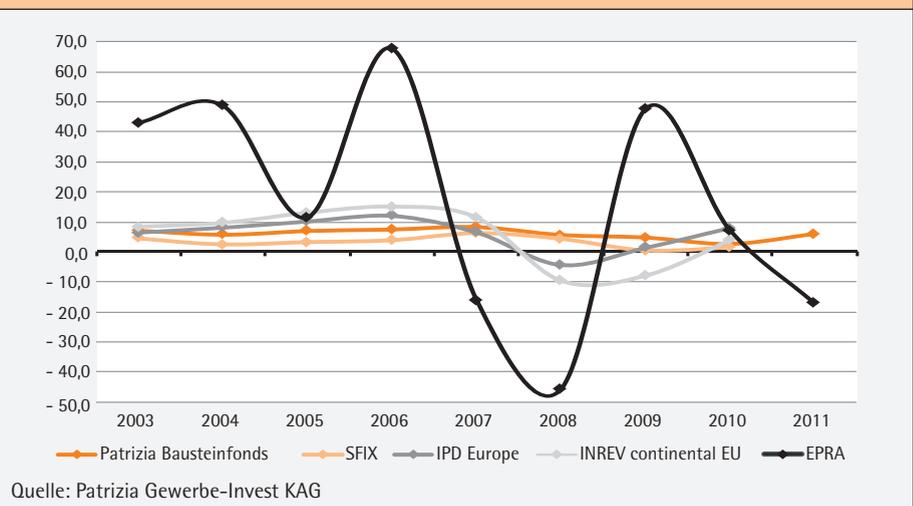


Abbildung 2: Risiko-Rendite-Profil verschiedener Anlagealternativen (Angaben in Prozent)

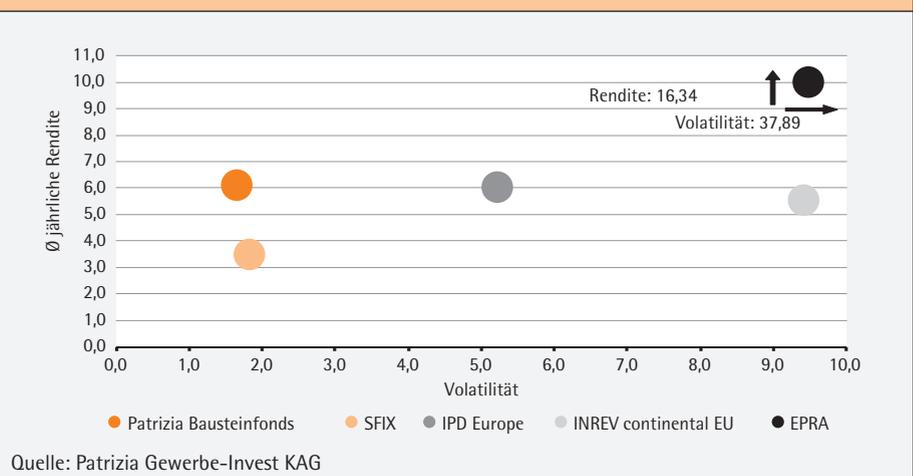


Abbildung 3: Performance-Vergleich 2003 bis 2011

Jahresrenditen	PATRIZIA Bausteinfonds	SFIX	IPD EU	INREV CE	EPRA
Ø Jahresrendite	6,08%	3,38%	6,02%	5,54%	16,34%
Volatilität	1,67%	1,83%	5,23%	9,42%	37,89%
Sharpe-Ratio <sup>1)</sup>	2,48	0,79	0,78	0,38	0,38

<sup>1)</sup> Risikofreier Zins = Bond yield = 2,2 Prozent

eine Investition kaum mehr als lohnend erscheinen lässt. Deshalb ist es unter dem Aspekt des Rendite-Risiko-Verhältnisses sinnvoll, Anlagemöglichkeiten abseits der ausgetretenen Pfade zu suchen.

Das kann zum Beispiel bedeuten, sich nicht auf Büro- und Einzelhandelsimmobilien zu beschränken, sondern auch nicht dem Mainstream angehörende Anlageklassen wie Logistik-, Sozial- oder Wohnimmobilien in den Blick zu nehmen. Es kann zudem bedeuten, seine Chancen an Standorten in der zweiten Reihe oder in Schwellenländern zu suchen, selbst wenn diese weniger transparent als die reifen Märkte sind. Solche Investments

versprechen eine höhere Wertschöpfung, verursachen allerdings auch mehr Arbeit im Sinne eines intensiven Asset- und Finanzierungsmanagements.

Zurück zur Ausgangsfrage: Sind die deutschen Spezialfonds die Blaupause, um eine stabile Performance im Immobilienportfolio zu erzielen? Sicher nicht ausschließlich und pauschal. Dennoch könnten in den Grundsätzen der regulatorischen Rahmenbedingungen Antworten darauf liegen, wie risikoarme Immobilieninvestmentvehikel zu konzipieren sind. Und diese Grundsätze anzuwenden steht jedem Fondsmanager frei, auch in den unregulierten Vehikeln.